

债券市场虚假陈述中介机构法律责任研究

联合资信评估股份有限公司、北京市中伦律师事务所联合课题组¹

一、我国债券市场与债券虚假陈述诉讼的兴起

中国债券市场从 1981 年财政部恢复发行国债开始至今，经历了曲折的探索阶段、实践性的改革阶段、快速的发展阶段。未来三大债券市场将进一步统一管理、协调发展，在信息披露规则、监督管理主体等多个方面，呈现由分到合的新趋势。我国债券市场的发展与债券中介机构的发展壮大是相辅相成的，在此期间，债券中介机构如承销机构、会计师事务所、资信评级机构、律师事务所等逐步形成了较为成熟和稳定的执业规范和业态。

但随着债券市场的扩容与发展，债券违约现象难以避免。2008 年美国“次贷危机”后，我国一段时期采取相对“量化宽松”的货币政策，债券规模迅速增长。从 2017 年开始，受中美贸易战、疫情影响世界经济复苏乏力等多重因素影响，我国因逐步收紧货币政策，优化金融资源配置等政策导致部分高杠杆、弱资质企业信用风险暴露债券市场违约率有所升高，但整体来看，我国债券市场信用风险仍然可控。

笔者观察到，由于债券违约率升高、发行人破产愈发常见，债券投资者（尤其是相对专业的机构投资者，如私募基金、商业银行）开始通过提起债券虚假陈述诉讼，尤其是起诉债券中介机构，寻求救济。截至目前，据笔者不完全统计，短短三年左右的时间，至少已有六十余起债券虚假陈述案件已审结或正在审理中，对专业化、精细化监管执法和司法裁判提出更高要求。

在发行人债券违约的情况下，发行人在债券虚假陈述诉讼中大多处于“被动”甚至“缺位”的状态，“债券中介机构”往往成为虚假陈述责任的实际承担者，

¹ 课题主持人：联合资信评估股份有限公司总裁万华伟、北京市中伦律师事务所合伙人张保生；课题组成员：刘晓佳、陈鹤飞、周伟、李瑞轩、牛馨雨、吴璨、尹航、王佳蔚。本文为 2022 年“NAFMII 研究计划”获奖课题成果节选。本文系个人观点，与所在机构及 NAFMII 无关。

“债券中介机构”虚假陈述责任已成为我国债券虚假陈述责任问题的核心争点。这与股票虚假陈述有很大不同，也是一个非常有意思的法律现象：从主、次债务人的角度看，主债务人实质缺位，导致司法裁判结果将主要被连带债务人承担，这就对连带债务人的抗辩、应诉提出了更高的要求。故有必要对债券市场中介机构虚假陈述责任的认定问题，作相对全面、系统和深入的研究，这也是对中介机构责任认定问题的切实回应。

二、债券中介机构注意义务的立法与行政监管、自律监管实践

（一）债券中介机构注意义务的立法

根据《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（法释〔2022〕2号，下称“《虚假陈述司法解释》”）第16、17条的规定，如果承销机构、证券服务机构已经按照法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件、相关行业职业规范的要求履行了相应义务，则应当认定其没有过错。下文将按照承销机构、会计师事务所、资信评级机构的主体分类，对实践中常用的法律法规、规范性文件、行业职业规范进行梳理，以期明确各债券中介机构的概括职责、特别职责及不同中介机构之间的协作事项。

1. 承销机构的注意义务

（1）承销机构的概括性职责

1) 公司债券

根据《公司债券发行与交易管理办法（2021修订）》《公司债券承销业务规范（2022）》等规定，概括来看，公司债券承销机构的核心职责如下：（1）对公司债券发行文件真实、准确、完整的审慎核查和尽职调查，并出具核查意见及尽职调查报告；（2）督促发行人在债券发行期间履行信息披露的义务；（3）发行文件受理至上市阶段发生重大事项的报告、核查义务；（4）债券存续期内，了解并协助债券信用风险管理；（5）对于非公开发行公司债券，承销机构还应当对承接项目是否属于负面清单发表明确意见。

2) 银行间债券

根据中国人民银行发布的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》等规定，银行间债券的承销机构主要职责分为两个阶段，承销阶段和债券存续阶段。在承销阶段，与公司债券一样，银行间债券的承销机构的首要职责也系

对发行人尽职调查，以合理确信企业注册文件及其披露信息的真实性、准确性、和完整性。除尽职调查职责外，主承销商还需要协助企业披露发行文件，并为投资者提供有关信息查询服务。

(2) 承销机构审慎核查发行文件的具体职责

1) 公司债券

证券业协会发布实施的《公司债券承销业务尽职调查指引》《公司债券业务工作底稿内容与目录指引》对公司债券承销机构的审慎核查/尽职调查职责进行了较为详细的规定。概括来看，债券承销机构尽职调查的主要目的在于掌握发行人经营情况、财务状况和偿债能力。²按照《公司债券承销业务尽职调查指引》第9条的归纳，承销机构尽职调查的内容包括但不限于：(1) 发行人基本情况；(2) 财务会计信息；(3) 发行人及本期债券的资信情况；(4) 募集资金运用；(5) 增信机制、偿债计划及其他保障措施；(6) 重大利害关系；(7) 发行人履行规定的内部决策程序情况；(8) 发行文件中与发行条件相关的内容；(9) 发行人存在的主要风险；(10) 在承销业务中涉及的、可能影响发行人偿债能力的其他重大事项。³

针对上述大类事项中的不同具体内容，承销机构在尽职调查时的具体注意义务程度也有所不同。这往往成为诉讼中被忽视的问题——针对发行人不同方面的不同事项，承销机构并不是一概的调查、核查，而是有所区别的。规则中对承销机构注意义务不同要求的表述，比如有些事项只需要“了解”，有些文件只需要“查阅”；而有些事项就需要“调查”“核查”，需要“分析”或“充分披露”⁴。

² 《公司债券承销业务尽职调查指引》第2条：本指引所称尽职调查是指承销机构及其业务人员遵循勤勉尽责、诚实信用原则，通过各种有效方法和步骤对发行人进行充分调查，以掌握发行人经营情况、财务状况和偿债能力，并有合理理由确信发行文件真实、准确、完整以及核查发行文件中与发行条件相关的内容是否符合相关法律法规及部门规章规定的过程。

³ 针对每个事项的调查内容，《公司债券承销业务尽职调查指引》分别进行了更为明确的规定。例如，根据《公司债券承销业务尽职调查指引》第11条的规定，对于“发行人基本情况”事项，承销机构应进一步调查历史沿革及股权结构、发行人的控股股东及实际控制人、发行人对其他企业的重要权益投资、经营范围及主营业务、公司治理及内部控制等内容。

⁴ 根据《公司债券承销业务尽职调查指引》第11条规定，承销机构应当“了解发行人会计核算等内部控制制度的建立及运行情况”，应当“调查报告期内发行人资金被控股股东、实际控制人及其关联方占用情况”，“进行分析并充分揭示其对偿债能力的影响”。

又如，对于债务人的“偿债能力”，根据《公司债券承销业务尽职调查指引》第12条的规定，承销机构仅在“一年内到期债务占有息债务比重较大”的情况下，需“核查经营现金流、可变流动资产对到期债务本息的保障情况”；一般情形下仅需“了解未来三年到期债务情况”。

还如，对于“发行人的诚信情况”，根据《公司债券承销业务尽职调查指引》第13条的规定，承销机构

精准把握不同事项的不同注意义务，以及具体注意义务的不同范围、不同程序、不同程度要求，均是精细化执法、司法的关键。

2) 银行间债券

银行间市场交易商协会（下称“交易商协会”）制定的《非金融企业债务融资工具主承销商尽职调查指引》较为详细规定了主承销商尽职调查的内容、手段及标准，具体而言：

关于尽职调查的主要内容，根据《非金融企业债务融资工具主承销商尽职调查指引》第 10 条规定，尽职调查的内容包括但不限于：（1）企业主要风险；（2）发行条款；（3）募集资金用途；（4）企业基本情况；（5）经营范围和主营业务情况；（6）财务状况；（7）资信状况；（8）信用增进情况；（9）其他重大事项。

关于尽职调查的手段，根据《非金融企业债务融资工具主承销商尽职调查指引》第 26 条规定，主承销商开展尽职调查可采用查阅、访谈、列席会议、实地调查、信息分析、印证和讨论等方法。与公司债券相比，关于如何理解“查阅、访谈、列席会议、实地调查、信息分析、印证和讨论”的具体内容，《非金融企业债务融资工具主承销商尽职调查指引》第 27 至 33 条进行了更为详细的规定，更具操作性。

（3）债券承销机构与债券服务机构之间的协作

根据《公司债券发行与交易管理办法》第 41 条、《公司债券承销业务规范（2022）》第 13 条等相关规定，原则上，债券承销机构并不需要不加分辨地、一概地核查债券服务机构出具的专业意见；而是需要在“存在合理怀疑”时，履行审慎核查和必要的调查、复核程序。例如，承销机构与资信评级机构的协作事项主要集中在债券评级情况。对于评级机构的专业评级意见，承销机构职责在于查阅相关报告，并结合自身尽调情况加以验证；不需要针对评级报告中的具体内容，再行核查或者尽职调查。需要重点关注的事项，是不同本次评级与其他债项、主体评级的差异之处（如有），以及债项评级高于主体评级的合理性。

与公司债券一致，非金融企业债务融资工具承销机构在尽职调查过程中对于是否有其他中介机构发表专业意见的事项负有不同的注意义务。但与公司债券不

仅“了解发行人报告期与主要客户发生业务往来时，是否有严重违约现象”即可；而对“发行人及其子公司报告期发行的债券、债务融资工具、其他借贷债务以及偿还情况”，承销机构应当进行“调查”。

同的是，《非金融企业债务融资工具主承销商尽职调查指引》更进一步明确了主承销商应当如何对其他中介机构发表专业意见的事项进行核查。

2. 会计师事务所的注意义务

（1）会计师的概括性职责

《公司债券发行与交易管理办法》第 49 条、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具中介服务规则（2020 版）》第 39 条等规定明确，会计师事务所应当对其出具的文件的真实性、准确性、完整性负责。

但《最高人民法院关于审理涉及会计师事务所在审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》（下称“《审计侵权司法解释》”）及其理解与适用明确指出，由于审计自身的特性、审计成本效益的存在以及现代审计技术的局限，审计本身具有自身的局限性。会计师事务所在执行审计时，遵守了执业准则、规则并执行了相应审计程序，说明其主客观上皆没有过错。可以看出，会计师事务所侵权责任的定性是审计责任，而非会计责任。审计责任的要求是注册会计师应当按照审计准则的规定，对财务报表整体是否不存在由于舞弊或错误导致的重大错报获取合理保证，不对财务报表提供绝对保证。

因此，会计师事务所虽对财务报表负有真实、准确、完整的合理保证义务，但应以执行了相应的审计程序和保持了必要的职业谨慎为限，而非绝对保证义务。

（2）会计师的注意义务

根据《银行间债券市场非金融企业债务融资工具中介服务规则（2020 版）》以及会计师执业准则等的相关规定，概括来看，会计师的注意义务包括如下几个方面：（1）获取充分、适当的审计证据；（2）关注重点事项并发表核查意见；（3）对其出具的审计意见进行说明；（4）特殊情形（经审计财务信息需差错更正）下应进行全面审计或专项鉴证；（5）债券存续期间出具年度审计报告。

（3）会计师事务所与其他中介机构之间的协作

根据交易商协会发布的《非金融企业债务融资工具主承销商尽职调查指引》，主承销商系债券发行的主要牵头人，对各中介机构的工作进行统筹规划，会计师事务所应当配合主承销商的相关核查工作。

此外，根据《中国注册会计师审计准则第 1521 号——注册会计师对其他信息》相关规定，会计师仅需对年度报告中经审计的财务报表和审计意见承

担特别注意义务，对除财务报表和审计报告以外的财务信息和非财务信息并不负有鉴证义务，仅负有一般注意义务，即在不存在“重大错报的迹象”的情形下，可以“合理信赖”发行人、其他中介机构提供的其他信息。

3. 资信评级机构的注意义务

债券信用评级是对受评债券发行人或债券信用风险因素进行分析，并就债券发行人的偿债能力和偿债意愿作出的综合评价。与律师事务所、会计师事务所等中介机构相比，信用评级机构具有一定的特殊性，其是否违反注意义务的认定需要专门识别。⁵

整体上看，无论是首次评级或跟踪评级，交易所发行债券或银行间市场债券，评级机构的工作均包括两个方面内容，第一，收集、获取企业相关资料及行业、地区政策等其他评级信息，第二，利用专业的评级方法和评级模型等分析评级相关信息，得出评级结论。虽然前述两个步骤均属于评级机构的法定评级程序，但应承担的注意义务并不相同，具体而言：

（1）评级机构的普通注意义务：核查验证评级依据文件内容的真实性、准确性、完整性

根据证券业协会、中国人民银行发布的相关规定⁶，交易所、银行间债券的评级过程中，评级机构均负有依法收集评级对象的相关资料，并核查验证的义务。但该核查验证义务不同于其他中介机构的“鉴证业务”。中国人民银行发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范第2部分：信用评级业务规范》（下称“《信用评级业务规范》”）中指出，“评级对象（发行人）按评级小组要求提供材料，并对所提供材料的真实性负责。评级小组对评级对象（发行人）提交的材料及机构已有的信息做初步审核，确定材料中遗漏、缺失、错误的信息并通知评级对象（发行人）进行补充，以保证评级材料的完整性、真实性。”

⁵ 冯果、王奕，《信用评级机构违反注意义务的认定标准》，载于《中南民族大学学报》第42卷第2期。

⁶ 《证券市场资信评级机构评级业务实施细则（试行）》第6条规定：“评级项目组应当正确收集和使用评级信息，甄别基础资料来源的合法性和合规性，对评级报告质量和档案资料完整性负责。”

《证券市场资信评级机构执业行为准则》第23条规定：“评级项目组在撰写初评报告时应遵循以下程序：…（二）对评级所依据的文件资料内容的真实性、准确性和完整性进行核查和验证。”

《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范第2部分：信用评级业务规范》第3.5条规定：“评级对象（发行人）按评级小组要求提供材料，并对所提供材料的真实性负责。评级小组对评级对象（发行人）提交的材料及机构已有的信息做初步审核，确定材料中遗漏、缺失、错误的信息并通知评级对象（发行人）进行补充，以保证评级材料的完整性、真实性。”

可以看出,虽然前述规定要求评级机构应当对评级所依据的文件资料内容的真实性、准确性和完整性进行核查和验证,但该核查验证义务并非评级机构的专业领域,评级机构对收集的评级材料仅承担初步审核的义务,无需就评级材料的真实性承担专业性的保证责任,而应由发行人对所提供材料的真实性负责。因此,评级机构只需要基于自身一般性的认识,对发行人或其他第三方专业机构提供的材料进行查验,评级机构在没有发现相关材料存在明显且重大问题,在履行了“普通人一般的注意义务”后,有充足的理由相信受评对象提供的相关材料,可以选择将其引用于评级报告之中。⁷

(2) 评级机构的特别注意义务:运用评级专业知识审慎分析偿债能力

评级报告作为信用评级机构专业意见的客观载体,是判断债券信用评级机构是否违反注意义务的责任基础。根据《信用评级业管理暂行办法》的相关规定,评级机构需要发表评级意见的事项可以总结为:1)对评级对象的首次信用评级出具评级报告;2)对评级对象的每年跟踪评级出具评级报告;3)持续关注评级对象的偿债能力及时进行不定期跟踪评级,并公布跟踪评级结果。该等专业意见实际上均以偿债能力为考察核心的分析起点⁸,因此,笔者以评级机构“评价偿债能力”需履行的评级行为内容为基础,将评级机构的特别注意义务归纳如下:

1) 选择与评级对象相适应的评级方法

在评级行业惯例中,各行业、各债项产品有不同的评级方法,选取科学、恰当的行业评级方法和模型是保证评级质量的前提,也是评级机构应履行的特别注意义务。

2) 尽职调查

《信用评级业管理暂行办法》第21条⁹规定了信用评级机构应当对评级对象开展尽职调查。《证券市场资信评级机构评级业务实施细则(试行)》(下称“《评级业务实施细则》”)等相关规定¹⁰明确了评级机构尽职调查的手段主要包括公开

⁷ 冯果,王奕:《信用评级机构违反注意义务的认定标准》,载于《中南民族大学学报(人文社会科学版)》,2022年第2期。

⁸ 蒋大兴:《被忽略的债券制度史——中国债券的法律瓶颈》,载于《河南财经政法大学学报》,2012年第4期。

⁹ 《信用评级业管理暂行办法》第21条规定:“信用评级机构应当对评级对象开展尽职调查,进行必要的评估以确信评级所需信息来源可靠且充分满足使用需求,并在调查前制定详细的调查提纲。调查过程中,信用评级机构应当制作尽职调查工作底稿,作为评级资料一并存档保管。”

¹⁰ 《评级业务实施细则》第10条:“证券评级机构开展尽职调查时,资料收集的渠道主要包括:(一)

渠道收集评级材料、评级对象提供相关材料、现场考察与访谈等。

但不同的评级业务及债券品类，对于评级机构应采取的尽职调查要求并不完全相同。例如，交易所市场债券首次评级时，评级机构应当对评级对象进行现场考察和访谈，而在跟踪评级时，评级机构对评级对象的现场考察和访谈没有强制要求¹¹。

3) 对受评对象偿债能力和偿债意愿客观、审慎分析的义务

根据《信用评级业管理暂行办法》第 33 条、《信用评级业务规范》第 3.5.3 条等相关规定，在具体信用评级过程中，评级机构应当对影响受评对象偿债能力的因素进行充分的评级分析工作，并据此客观得出首次评级结果以及后续每年的跟踪评级结论。

4) 持续关注影响受评对象偿债能力和偿债意愿的重大事项，定期及不定期跟踪评级义务

《信用评级业管理暂行办法》第 27 条¹²规定了评级机构的年度跟踪评级义务，《信用评级业管理暂行办法》第 28 条¹³规定了评级机构的不定期跟踪评级义务。如果债券评级结果的有效期为 1 年以上的，评级机构应进行跟踪评级，在跟踪评级业务中，评级机构应持续关注评级对象的政策环境、行业风险、经营策略、财务状况等因素的重大变化，及时分析该变化对评级对象信用等级的影响，并据

通过公开信息披露媒体、互联网及其他可靠渠道搜集相关资料，包括专业资讯和数据提供商、行业协会网站或刊物、学术研究机构论文或刊物、权威统计部门发布的信息以及公共媒体报道等；（二）委托方或评级对象提供的相关资料。”第 14 条：“现场考察与访谈包括但不限于以下内容：（一）考察评级对象主要生产经营场所，或评级对象的主要基础资产和相关主体的主要生产经营场所等；（二）评级对象为企业主体的，访谈评级对象及相关主体的高级管理人员、主要业务和管理部门负责人、总资产、销售收入或净利润占公司合并数据 20%以上的子公司负责人等；必要时，可访谈评级对象涉及相关主体的外部关联机构，包括但不限于开户银行、母公司、行业管理部门、同行业主要竞争对手、主要客户、税务部门、工商部门、海关及有关专家等。”

《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范第 2 部分：信用评级业务规范》第 3.5.1 条：“依据对收集资料的初步审查结果，评级机构确定详尽的评级对象（发行人）实地调查内容。实地调查包括与评级对象（发行人）的高层管理人员及有关人员访谈、查看评级对象（发行人）现场、对评级对象（发行人）关联的机构进行调查与访谈等方面的工作。”

¹¹ 《评级业务实施细则》第 16 条：“首次评级时，评级项目组对评级对象的现场考察与访谈时间不得少于 2 个工作日。跟踪评级时，证券评级机构可自行决定是否进行现场考察与访谈。不进行现场考察和访谈的，证券评级机构应当采取有效方式获取跟踪评级所需的必要信息。”

¹² 《信用评级业管理暂行办法》第 27 条规定：“在信用评级结果有效期内，信用评级机构应当对评级对象进行跟踪评级，并在签订评级协议时明确跟踪评级安排。其中，评级结果有效期为一年以上的，信用评级机构应当每年跟踪评级一次，并及时公布跟踪评级结果。”

¹³ 《信用评级业管理暂行办法》第 28 条规定：“在评级结果有效期内发生可能影响评级对象偿债能力和偿债意愿的重大事项的，信用评级机构应当及时进行不定期跟踪评级，并公布跟踪评级结果。”

此出具定期或不定期跟踪评级报告。

(3) 与其他中介机构责任边界的区分

在实践中，由于各中介机构存在职责重叠与分工配合，评级报告的全部内容并非仅仅来源于评级机构一方，其中存在着大量的引用其他中介机构出具的专业报告的情形，因此，评级机构的注意义务履行判别还应当充分厘清评级机构与其他中介机构之间交叉引用下的责任主次关系。

例如，评级意见的出具必然要基于会计师事务所出具的审计报告，并且在评级报告的撰写过程中也必然涉及审计报告中具体数据的引用。实际上，证券业协会发布的《评级业务实施细则》第 11 条明确规定了，“评级项目组在采信承销商、会计师事务所、律师事务所、资产评估等机构出具的相关材料时，应当在一般知识水平和能力范畴内对其真实性和准确性进行评估。”也就是说，涉及非本专业意见的引用时，评级机构可以“合理信赖”其他专家出具的专业意见，仅需基于一般知识水平对专业报告的真实性和准确性予以一般性核查即可。

(二) 债券中介机构注意义务的行政监管与自律监管实践

从司法实践中的案例情况来看，法院在认定中介机构是否勤勉尽责、是否存在过错时，均会重点关注行政监管机关和自律监管机构在监管文书中的认定内容，并援引作为民事裁判的重要依据。而且，行政、自律监管责任的类型一定程度上也会影响民事责任的承担，比如被行政处罚的中介机构通常会与发行人就投资者损失承担 100% 连带责任，而未被行政处罚、仅被采取行政监管措施的中介机构，可能只需承担较小比例的连带责任，甚至在抗辩得当的情况下可以实现免责。“五洋债”案、“富贵鸟债”案即体现上述特征。

目前行政责任的认定主体主要是证监会及其派出机构，自律监管责任的主体主要是证券交易所、交易商协会等。下文将从案例出发，对当前行政监管重点打击的债券虚假陈述行为所涉债券类型、中介机构职责及违法事项、相关措施采取的频繁程度等问题进行梳理，以厘清监管层面关于中介机构勤勉尽责的认定标准及倾向。

在行政处罚方面，虽然中国人民银行、证监会在 2018 年 12 月之前分别具有对银行间债券市场、交易所债券市场的中介机构进行行政处罚的权力，证监会也已向银行间债券市场的中介机构开出了首张罚单。

在行政监管措施方面，笔者仅检索到了证券监督管理机构对债券中介机构作出的各类行政监管措施，无一例外，也均与公司债券相关。其中，警示函是最常见的行政监管措施，证券公司也成为拿到行政监管措施最多的中介机构（见图 1-图 2）。从被监管主体违规行为的严重性角度看，行政监管措施较行政处罚的严重性明显降低，证券监督管理机构作出行政监管措施的基础更多是中介机构违反有关规章、规范性文件，而非违反《证券法》等法律规定。但行政监管措施仍有很大风险引发中介机构的债券虚假陈述责任。

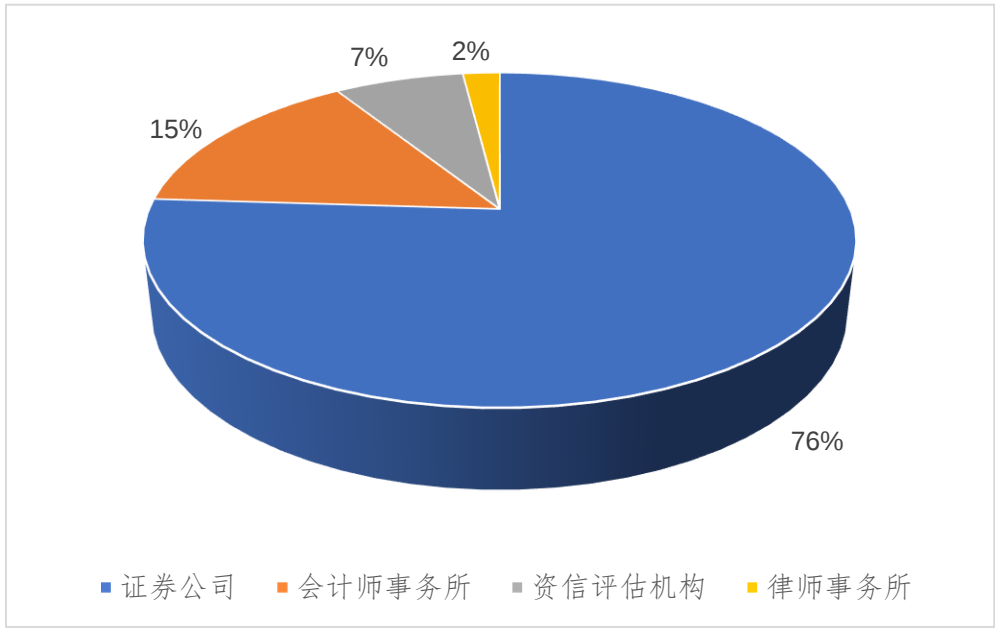


图 1 被采取行政监管措施的中介机构案例统计

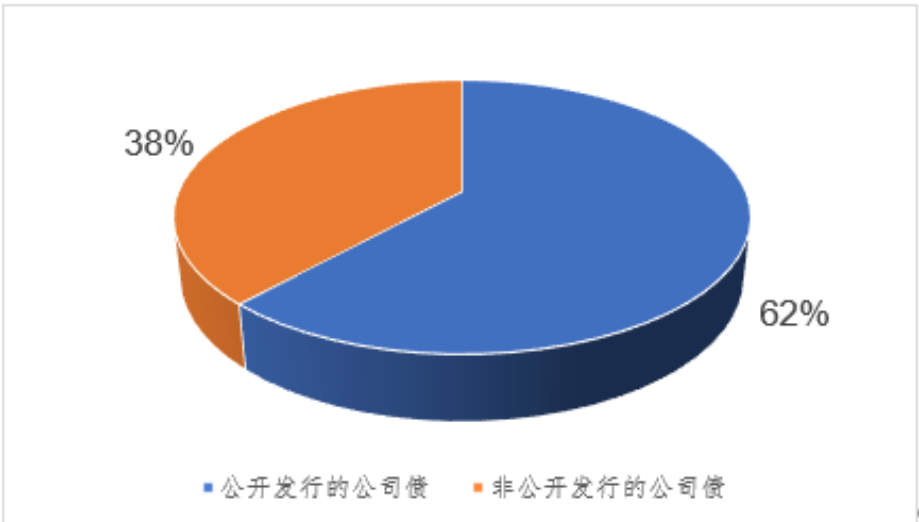


图 2 公开发行业与非公开发行业公司债券所涉中介机构被出具警示函的案件统计

在自律监管措施方面，既有沪、深交易所作出的，也有中国交易商协会作出的。其中，后者作出的案例占比较大，约占 3/4（见图 3）。这客观反映出银行间的

债券在债券市场中的主体地位，也意味着交易商协会作出的自律监管措施将对债券虚假陈述诉讼产生重大影响，并对交易商协会自律监管执法精细化程度提出了更高要求。

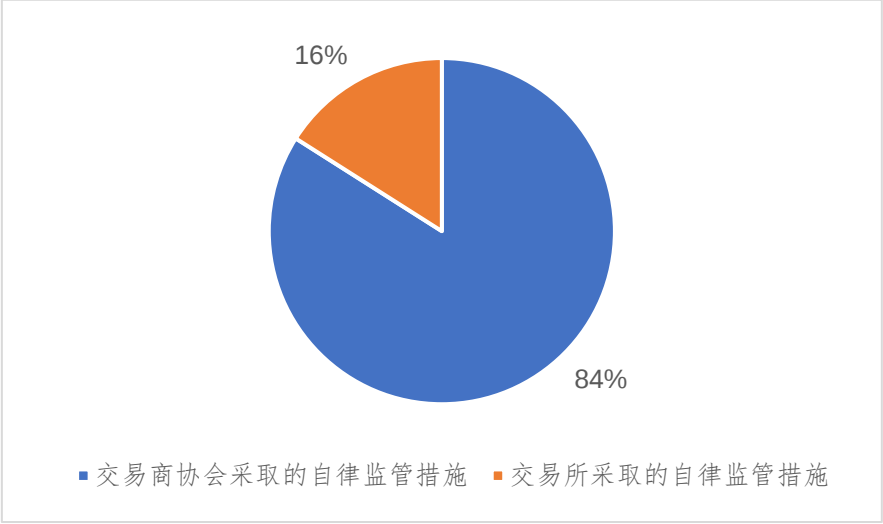


图3 交易所和交易商协会作出自律监管措施的案例统计

总之，无论行政处罚、行政监管措施，还是自律监管措施，一旦作出，都是债券虚假陈述诉讼中高悬在中介机构上方的达摩克利斯之剑，按照通行的过错推定原则（尽管并无充分依据适用于每一类债券虚假陈述纠纷），如果中介机构不能有针对性地结合有关法定规则作有效抗辩，就会转化为实体责任风险。在当下债券“违约潮”和投资者“索赔潮”的双重影响下，监管机关执法力度提高，也会进一步加大债券中介机构面临的虚假陈述诉讼压力和民事赔偿风险。

三、债券虚假陈述责任的立法与司法实践

（一）债券虚假陈述责任的审判规则

我国债券虚假陈述纠纷的相关民事审判规则比较集中，主要包括《证券法》、《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（下称“《债券座谈会纪要》”）、2003年《关于审理证券市场因虚假陈述引发民事赔偿案件的若干规定》（下称“2003年《若干规定》”）、2022年《虚假陈述司法解释》以及《审计侵权司法解释》等，相关规则为债券中介机构的过错、承担责任形式等问题提供了积极指引。

但是，前述规则出台的背景是大量债券虚假陈述案件踊跃爆发，且尚未有充分的判决作为经验依据的时期。因此，前述的诸多规则都是以股票市场为模型构建的，而没有顾及债券相比于股票的特殊性。例如，原告损失如何确定——债券本息损失或实际投资损失？非公开发行的债券是否仍可适用推定信赖原则——

原告如果是专业机构投资者，是否需要提交其投研决策证据证明其信赖了案涉虚假陈述？当案涉债券交易不活跃时，是否仍需确定基准日、基准价等拟制法律事实——如果需要，应该如何认定？如何计算债券投资差额损失中的系统性风险、非系统性风险？

笔者认为，无论从行政监管的角度，还是司法审判的角度，统一债券市场的监管规则——《公司信用类债券信息披露管理办法》，统一债券市场的监管主体——由中国证监会监管处罚三大债券市场违法违规行为，统一司法裁判规则——《债券座谈会议纪要》，是整体不可逆的趋势。因此，未来可能会看到在更多的案例中，法院适用《证券法》和《虚假陈述司法解释》来审理银行间债券的中介机构虚假陈述问题。但是，由于目前债券虚假陈述责任的审判规则或存在有待商榷或有待明确之处，或存在无法全然回应现实新型疑难问题的力有不逮之处，在具体适用《证券法》和《虚假陈述司法解释》审理案件时，应当审慎审查，有所区别。

（二）债券虚假陈述纠纷的司法实践

从我国债券虚假陈述司法实践的发展历程上看，体现出早期阶段和集中爆发阶段两个阶段司法实践的显著不同。

早期阶段，法院主要是依据 2003 年《若干规定》来审理，也只有“超日债”等个别零星案例，规模不大，争议也不大。这个早期阶段，也是我国债券市场违约率相对较低的阶段。

集中爆发阶段，以“五洋债”案件作为首例债券虚假陈述代表人诉讼案件为标志，该案法院突破前置程序条件，判令未被行政处罚的债券中介机构承担责任，引发对债券中介机构的虚假陈述诉讼浪潮。法院对于债券中介机构责任认定的诸多新问题深入考量不足，其在压实中介机构责任方面的宣示意义，远大于判决本身的借鉴与参考意义。随着司法实践的发展和不断探索，一些判例开始体现出法院精细化认定债券中介机构注意义务范围、举证责任的新趋势和新思路。其中，以北京高院、北京三中院审理的“康得债”案件为典型。该案中，法院区分了承销机构、审计机构注意义务范围的不同，并提出对于仅负有一般注意义务的中介机构，不应当然适用“过错推定”的归责原则。此外，该案法院还创见性地关注到作为专业机构投资者的原告的诸多过错行为。该判决具有相当的参考和借鉴意

义。而该案所代表的精细化审判的新阶段，正是理论界和实务界共同的期待。

纵观截至目前的债券虚假陈述案件特征，笔者观察到：首先，债券虚假陈述案件数量激增，已成为投资者挽回损失的新途径。其次，引发债券虚假陈述诉讼的债券类型呈多样化、全面化趋势，公司债案件数量、占比相对较高。再次，公司债引发虚假陈述诉讼案件数量、占比相对较高，或与证券监督管理机构近年来监管、惩处信息披露违法的持续高压态势有关。与此同时，银行间市场债券引发虚假陈述诉讼的案件数量、占比正在稳步提升。最后，专业机构投资者踊跃起诉，只有机构投资者充当原告的案件数量占比高达 94.83%，仅在极个别案件中才有自然人充当原告。这进一步反映出，我国股票市场与债券市场的投资者类型、所持市值比例存在根本性差异。完全生搬硬套股票虚假陈述案件的审判规则和经验，可能“水土不服”，造成的消极后果则又主要由中介机构来承担。

（三）债券虚假陈述诉讼的反思

如前所述，近年来，我国债券违约事件频发，而债券发行人往往已经丧失偿付能力。投资者一旦受到损失，又不能从发行人获得偿付，通常会以侵权损害赔偿请求权为由向中介机构索赔。实践中，投资者将债券承销商、会计师事务所、评级机构、律师事务所等中介机构列为共同被告成为惯常做法。在有些案件中，原告甚至仅起诉中介机构，中介机构成为了债券虚假陈述诉讼中投资者首选的实际承担赔偿责任的目标主体。因此，在债券发行人违约、破产高发和取消前置程序的背景下，中介机构将成为债券投资者索赔的“深口袋”。

从 2020 年开始，国内债券市场进入一个强监管、严问责的时代，证监会全面落实对资本市场违法违规行为“零容忍”要求，压实中介机构“看门人”责任。中介机构的监管处罚的数量在未来一段时间内均会呈现上升态势，随之而来的是中介机构就此需要承担的高昂的民事责任应诉成本以及难以“推翻”的过错推定。因此，在严监管背景下，若法院不对过错程度审慎加区分，让中介服务机构承担过重的兜底责任，既不公平，也会对资本市场的长远健康发展带来负面影响。¹⁴

四、债券虚假陈述责任认定的一般性问题

债券虚假陈述责任认定的一般性问题是指对发行人责任、中介机构责任认定都有影响的共性问题。如原告损失、虚假陈述侵权责任范围认定，债券市场是否

¹⁴ 缪因知：《债券违约案频发：中介机构该当何责》，经济观察报，2021 年 1 月 8 日。

为有效市场、能否适用推定信赖原则、原告作为专业机构投资者时是否有举证义务，以及损失因果关系认定等。如前文所述，由于债券虚假陈述案件中，发行人实质处于一种相对“缺位”或“弱势”的地位，这些一般性问题的认定，反而会对中介机构产生更大的影响。

（一）原告的诉权

涉及虚假陈述的债券往往也因发行人丧失偿付能力而实质违约，此时发行人与债券投资者之间既成立债券合同法律关系，又存在虚假陈述侵权法律关系。根据《民法典》第 186 条关于请求权竞合的有关规定，投资者只能在违约责任或者侵权责任中择一行使。

此时存在的问题是，如果投资者已经基于合同法律关系要求发行人承担违约赔偿责任，其能否再以发行人为被告提起债券虚假陈述侵权之诉？或者能否仅以中介机构为被告要求其对发行人的虚假陈述行为承担侵权损害赔偿责任？

有观点认为，从请求权竞合的基本法理出发，如果原告已经通过仲裁或破产重整程序确认了对发行人的债券合同项下的债券，显然其无权再对发行人提起债券虚假陈述侵权责任之诉；而中介机构又只可能就发行人虚假陈述行为给投资者造成的损失承担连带责任，在原告已经丧失了对发行人的侵权责任之诉诉权的情况下，中介机构的连带责任已经不存在责任基础。但从司法实践来看，在“五洋债”案、“致富债”案和“富贵鸟债”案中，审理法院均认为，投资者向发行人主张违约责任后，仅导致其向发行人主张侵权赔偿损害责任的诉权丧失，并不影响其要求债券中介机构等连带责任人承担侵权损害赔偿责任。

（二）原告的损失认定

债券虚假陈述纠纷发生的原因，是债券发行人及有关责任主体存在虚假陈述行为，属侵权之债。根据《侵权责任法》第 19 条/《民法典》第 1184 条之规定，债券虚假陈述责任范围对应投资者的实际利益损失。故 2003 年《若干规定》确立了投资差额损失的计算方法。早期债券虚假陈述司法实践中，如江苏高院审理的“超日债”案¹⁵、广州中院审理的“海印转债”案¹⁶，也均采用投资差额的方法计算投资者损失。

¹⁵ 江苏省高级人民法院（2017）苏民终 1172 号民事判决书

¹⁶ 广州市中级人民法院（2020）粤 01 民初 14 号民事判决书

然而,《债券座谈会纪要》修改了债券虚假陈述投资者的损失计算方法。在投资者卖出债券的情况下,《债券座谈会纪要》与2003年《若干规定》采用的投资差额损失认定思路一脉相承,既考虑投资者买入债券的价格,也考虑投资者卖出债券、持有期间获得偿付等情况。而在债券投资者仍持有债券的情况下,《债券座谈会纪要》的损失认定思路发生了明显变化,也脱离了侵权责任的原有逻辑,直接将该情形下的虚假陈述责任范围与债券违约责任范围划上了等号。

从近期债券虚假陈述诉讼的判决情况来看,杭州中院、浙江高院审理的“五洋债”案¹⁷,北京二中院、北京高院审理的“致富债”案¹⁸,济南中院、山东高院审理的“鸿润债”案¹⁹中,审理法院均认可中介机构应对发行人就债券投资者本息损失的赔偿责任承担连带责任。笔者认为,《债券座谈会纪要》关于损失的认定规则没有特别考虑中介机构与发行人的区分,导致债券中介机构承担的损失范围似乎简单等同于债券本息损失,而非投资差额损失,有违侵权责任基本损失赔偿规则,也与《虚假陈述司法解释》规定的损失赔偿范围不同。笔者强烈呼吁,应回归侵权责任“损害填平”的原则,中介机构虚假陈述连带责任的起点只能是投资者的实际投资差额损失,而不应与债券本息挂钩。

（三）交易因果关系的认定

交易因果关系是侵权责任的重要构成要件,在债券虚假陈述案件中,法院毫无疑问也应予以审查,即法院应当查明原告投资者就案涉债券的交易决策,是否与案涉虚假陈述之间存在交易方面的因果关系。

我国目前的债券虚假陈述诉讼适用推定信赖原则主要系参考了股票虚假陈述的制度模型。但笔者认为,考虑到股票市场中适用推定信赖原则的政策性考量、以及股票市场与债券市场投资者的差异,应当认为推定信赖原则在债券虚假陈述诉讼中并不当然适用。

一方面,我国债券市场与股票市场的投资者结构完全不同,这就决定了债券虚假陈述诉讼中绝大多数原告都是专业的机构投资者,他们的举证能力、审慎投研的法定注意义务,均与股票二级市场上的小散户不同。如果对这些专业的机构投资者继续比照股票市场采取“推定信赖”的举证责任保护,不仅不公平,反而

¹⁷ 浙江省高级人民法院(2021)浙民终515号民事判决书

¹⁸ 北京市高级人民法院(2021)京民终244号民事判决书

¹⁹ 山东省高级人民法院(2020)鲁民终2712号民事判决书

不利于这些专业的债券投资机构培养真正的审慎投研能力，不利于债券市场资源的合理优化配置（本应由专业机构拣选、投资优质债券，淘汰劣质发行人），甚至形成“劣币驱逐良币”的逆淘汰效应（有虚假陈述的债券反而多了中介机构来承担连带兑付责任），也与“卖者尽责、买者自负”原则相悖。

另一方面，我国债券市场的交易方式，与股票二级市场的集中竞价交易又明显不同。银行间债券市场采用询价和交易员撮合的交易模式，非公开发行的公司债市场仅限特定投资者，交易更不活跃，难以达到“有效市场”标准，没有基于“有效市场”假说，适用推定信赖原则的空间。继续套用股票市场实施日、揭露日、基准日的概念来判断债券价格的差价，客观上难度较大。

关于债券市场的有效性问题的，美国司法实践或可提供可借鉴思路。以 Lipton 案和 HealthSouth 案为例，许多法院判例认为，针对仅向合格投资者发行债券的一级市场，债券一级市场不属于有效市场²⁰，以 HealthSouth 案为例，在大部分司法案例中，法院认定债券二级市场为有效市场²¹。但关于一级市场和二级市场的有效性区分，并非不可推翻的当然结论，美国法院通常仍然需要借助 Cammer 测试²²的分析工具，对个案进行分析裁判。笔者认为，美国法中的 Cammer 测试及针对特定债券的市场有效性进行个案分析的精细化裁判路径值得参考借鉴。

（四）损失因果关系的认定

在债券虚假陈述诉讼中，《债券座谈会纪要》明确规定因虚假陈述以外的其他因素造成的投资者损失不应赔偿，且实践中，债券持有人的本息损失通常也是由于发行人丧失偿付能力导致，且发行人的偿付能力受宏观经济水平、金融调控政策、行业发展状况等系统风险因素以及发行人经营不善、收入下滑等非系统风险因素的影响更为突出。遗憾的是，与股票虚假陈述案件相比，债券虚假陈述纠纷中扣除系统风险和非系统风险因素导致的损失，尚未得到司法判例的普遍认可。该问题也有待法律界、金融界专业人士的共同探索。

五、债券虚假陈述中介机构责任的特殊性问题

²⁰ *Lipton v. Documentation, Inc.*, 734 F.2d 740, 746 (11th Cir.1984).

²¹ *In re HealthSouth Corp.Sec. Litig.*, 261 F.R.D. 616, 639 (N.D. Ala. 2009) .

²² Cammer 测试具体而言有五个核心标准：（1）集体期内存在超过一定数量的证券的平均每周交易量；（2）有大量的证券分析师关注和报道公司的证券；（3）存在做市商和套利者，他们能够对公司的新闻做出迅速的反应并推动证券价格；（4）公司有资格为其公开发行提交 Form S-3 注册声明；以及（5）经验性的事实表明意外的公司事件或财务发布与证券价格的即时反应之间存在因果关系。”

债券虚假陈述中介机构债券虚假陈述责任认定的特殊性问题（specific issues）是指特别地影响中介机构虚假陈述责任认定的问题，包括中介机构过错的归责原则、承担侵权责任的过错标准、中介机构过错与原告损失之间原因力的认定等。

（一）债券中介机构过错的认定

我国司法实践也普遍践行着对债券中介机构的推定过错归责原则。尽管有观点认为不能当然在银行间债券虚假陈述案件中适用《证券法》（言外之意即不应过错推定），但不得不认识到，法院适用《证券法》审理银行间债券虚假陈述案件，是符合《债券座谈会议纪要》精神的。

但是，实在法（positive law）所选择的立场，只能说明法院当下会怎么做（probably will do），而不能证明法院就应当这么做（normatively should do），也即实在法并不具有天然的正当性（justification）。因为实在法对于个别问题立场的选择，可能受到多重因素的影响，有时候也可能只是一种权宜之计。

对于银行间债券和非公开发行的公司债券而言，其合格投资者均为专业的机构投资者²³，在专业能力、专业知识方面未必弱于债券承销及服务机构。而且，这些机构投资者在购买某只债券之前，绝大多数都需要遵照相关法律、法规、规章、规范性文件的规定²⁴，或者其与背后投资人的合同约定²⁵，而负有充分尽调、审慎研判、理性决策的注意义务。因此，笔者认为，至少在银行间债券、非公开发行的公司债券虚假陈述纠纷中，应当有条件地、审慎适用过错推定原则。例如，在“康得债”案件中，审理法院就基于承销机构的一般注意义务与特别注意义务的区分，没有一概采取过错推定原则，没有径行让仅负有一般注意义务、且无证据证明其存在过错的承销机构承担举证责任来“自证清白”。²⁶

在承担民事责任的“过错”标准方面，《虚假陈述司法解释》统一规定承担

²³ 时文朝（曾任交易商协会党委书记、秘书长）主编的“交易商协会系列培训教材”《非金融企业债务融资工具实用手册》指出：“非金融企业债务融资工具目前包括的产品有短期融资券（Commercial Paper, CP）、中期票据（Medium Term Note, MTN）、中小企业集合票据（Small and Medium Enterprise Collective Note, SMECN）、超短期融资券（Super & Short term Commercial Paper, SCP）等。这些产品都是面向机构投资者发行的，具有典型的私募市场特征。”

²⁴ 专业的机构投资者如商业银行、公募基金公司、私募股权投资基金等均依法负有审慎投研的职责。

²⁵ 如果机构投资者是受托管理、运用其他主体委托的资金投资，则双方成立信托或委托法律关系，作为受托人或管理人的机构应当依约审慎投资，履行信义义务。

²⁶ 北京市高级人民法院（2021）京民终 900 号民事判决书。

虚假陈述责任的过错标准应为“故意或严重违反注意义务”的重大过失。虽然目前司法实践中，法院如何认定中介机构的“过错”尚未形成统一的观点，但从“五洋债”案判决来看，法院在认定债券发行提供服务的中介机构的过错程度和不同的连赔偿责任的主要依据为证券监管机关认定意见。

在美国司法实践中，法院对债券中介机构过错的认定有较为严密的判断步骤。参考世通案²⁷、NCUA 案²⁸、盛大科技案²⁹等判例，在具体认定债券中介机构是否存在过错、是否勤勉尽责时，可从以下角度作进一步精细化审理：

第一，针对特定债券中介机构，首先判断其对具体虚假陈述事项所承担的注意义务类型：有无注意义务？如有，是特别注意义务，还是普通注意义务？确定注意义务的类型之后，就能明确中介机构应当履行何种程度的核查、验证程序，明确中介机构勤勉尽责的具体标准是“合理调查”——专业机构对专业事项、承销机构对无专业意见的事项；还是“合理信赖”——承销机构对有专业意见的事项、参与承销机构对主承销机构发表意见的事项。

第二，“合理调查”的勤勉尽责标准下，包括依照法定程序展开独立调查，以及如果调查出“重大异常”（又称“危险信号”，“Red Flag”）之后的进一步核查程序。一方面，债券中介机构在执行合理调查程序时，应当遵循法定程序的要求。另一方面，在判断有无“重大异常”或“危险信号”时，相关判例强调应以专业人士的标准（特别注意义务）或一般理性人的标准（普通注意义务）作为研判的依据。

第三，“合理信赖”的勤勉尽责标准下，债券中介机构也应履行必要的核查、复核程序，达到排除合理怀疑的标准。从美国法下相关判例看，这种必要的核查程序仍是一种实质判断标准，即一般理性人（非专业人士）在对待自己财产时所采取的实质判断标准。例如，承销机构虽然自行聘请了律师，但如果律师也没有执行实质性的核查程序，仍会被认定未勤勉尽责。也即，仅有程序上的、形式上的复核是不够的，应当结合具体复核程序，说明实质判断过程及依据。³⁰又如，即便相关财务数据经过了专业会计师的审计，承销机构也应关注其商业合理性，

²⁷ In Re WorldCom, Inc. Securities Litigation, 346 F. Supp. 2d 628 (S.D.N.Y. 2004)

²⁸ NCUA Bd. v. UBS Sec., LLC, 2017 U.S. Dist. LEXIS 13696

²⁹ Miller Inv. Trust v. Morgan Stanley & Co., LLC, 308 F. Supp. 3d 411 (March 30, 2018)

³⁰ 见上文 BarChris 案。Escott v. BarChris Constr. Corp., 283 F. Supp. 643

应注意到发行人的某项核心财务数据、指标相较其他可比公司，是否存在明显的差异。³¹

第四，如果债券中介机构已经依法履职，即便未能发现虚假陈述事项，也不能认定其未勤勉尽责。如果中介机构通过额外的核查手段、程序事后发现了虚假陈述事项，也不能反推此前的核查工作存在过错。这也是很重要的中介机构免责条款。

笔者认为，这一点对我国的债券虚假陈述司法实践颇具借鉴意义。长期以来，我国债券监督管理机构在一定程度上有“执果寻因”的执法倾向，即针对发生违约的债券，调查承销机构、债券服务机构是否存在未勤勉尽责之处。结合本文第二部分关于注意义务规则、行政监管执法案例的梳理，在相对细密、严格的监管规则体系下，经调查发现债券中介机构存在“不当之处”较为轻松，就算不予以行政处罚，给予行政监管措施，或者纪律处分、自律监管措施也较为常见。但这些都会在民事诉讼中，造成中介机构举证的被动。法院也往往基于这些在先认定，倾向于认定中介机构或多或少地存在过错。

（二）债券中介机构虚假陈述行为的认定及原因力

根据侵权责任的基本法理，行为人自身存在侵权行为是行为人承担侵权责任的首要条件。而债券虚假陈述侵权责任作为侵权责任的一种，当然要遵循侵权责任的基本法理，即行为人只有自身存在虚假陈述侵权行为，才可能承担虚假陈述侵权责任。

在具体个案中，债券发行人可能存在多项虚假陈述行为，但不同中介机构负责的期间、专业范围不尽相同，苛责中介机构一概就发行人的全部虚假陈述行为承担责任，是没有依据的。因此，在债券虚假陈述诉讼中，应当先识别债券中介机构自身的虚假陈述行为/未勤勉尽责行为（侵权行为）到底是什么，并在此前提下，进一步审查中介机构有无过错、这些侵权行为与原告交易决策、损失有无因果关系等问题。

在区分中介机构侵权行为以及发行人虚假陈述行为的基础上，进一步考量具体虚假陈述行为造成投资者损失的原因力大小问题，再进而精准认定中介机构责任范围。

³¹ 见上文世通案。In Re WorldCom, Inc. Securities Litigation, 346 F. Supp. 2d 628 (S.D.N.Y. 2004).

原因力是指在构成侵权损害结果的若干原因行为中,每一个原因行为对损害结果的发生或扩大所发生的作用力。在一般情形下,原因力大小取决于构成共同原因的每个原因的性质、原因事实与损害结果的距离以及原因事实的强度等。在证券虚假陈述中,由于各原因行为的原因力的确定来自盖然性的推断,因而原因力的大小转而取决于可能性的大小。不同审验机构对损害结果的可能性的判断需要从中介机构的履职范围及其在信息披露中的功能定位来判断,核心是现有法律法规对各中介机构的职责要求与期待。³²

在“中安科”案中,法院对于中介机构的原因力做了一定程度上的有益探索,该案明确对中介机构责任的认定需考量其过错程度、造成投资者损失的原因力等因素。循“中安科案”的裁判思路,债券中介机构对虚假陈述信息之产生的原因力和作用度也应当纳入责任承担的衡量之中,笔者期待法院在未来的司法裁判中不再回避对中介机构原因力的量化,使债券纠纷中中介机构责任承担更加公正、清晰。

六、结论与建议

第一,建议各债券承销机构、债券服务机构切实提升自身执业标准和执业能力,严格按照法律、法规、规章、规范性文件及行业规范的要求,勤勉尽责地履行各项法定注意义务,切实做到“卖者尽责”。

第二,建议债券行政监管机关、自律监管机构及司法机关,关注股票类虚假陈述与债券类虚假陈述在终局责任承担主体方面的根本性差异,在监管、查处、审判中介机构债券类案件时,审慎判断,精细化认定,尽量避免“由结果倒推过程”的过错认定方式。

第三,建议银行间债券市场的行政监管部门、自律监管部门与各中介机构,对银行间债券的潜在虚假陈述风险提前加以注意和防范,在作出行政处罚、自律监管措施时,注意全局性、系统性的影响,避免债券违约风险的传导和扩大。

第四,建议在个案审判中,审慎认定原告的实际损失,并以原告的实际损失为限确定各被诉中介机构的责任范围。尤其对于低价“抄底”垃圾债的专业机构投资者,不应通过虚假陈述的方式,使其额外获利。

第五,建议在个案审判中,结合原告的具体类型、有无法定的审慎投研注意

³² 陈洁:《证券虚假陈述中审验机构连带责任的厘清与修正》,《中国法学》2021年第6期。

义务，谨慎适用推定信赖、推定过错原则，合理分配原告、被告中介机构之间的举证责任。必要时，也应向原告释明提交其投研决策证据，证明履行了必要的注意义务与交易因果关系要件。强化“买者自负”的理性投资氛围。